

自国為替相場高の下での金融政策： ケース・スタ ディ： スイス1978-1981年

著者	田口 博雄
出版者	法政大学社会学部学会
雑誌名	社会志林
巻	55
号	4
ページ	43-72
発行年	2009-03
URL	http://hdl.handle.net/10114/5169

自国為替相場高の下での金融政策

——ケース・スタディ：スイス1978－1981年——

田 口 博 雄

目次

1. はじめに
2. 1970年代後半のスイス経済と金融運営
3. 1970年代後半のスイス金融運営の評価
 3. 1 テーラー・ルール型の金利基準からみた金融緩和度合いの評価
 3. 2 SNB当局の説明（同時期評価）
 3. 3 金融政策の評価（事後的評価）
 3. 4 政治経済的な観点からのレビュー
4. 金融政策をめぐるマスコミの論調：Neue Zürcher Zeitungの論説
5. スイスのケース・スタディからの暫定的な教訓
- 付 1979年通貨量政策に関するSNB調査局提案の概要

1. はじめに

わが国における金融政策運営は、学界・経済界・政界などからたびたび強い批判を受けてきた。最近では、バブル崩壊後における日本銀行の対応をめぐって、非常に活発な議論が展開された。この時期の金融政策の評価については、なおコンセンサスが成立しているとはいいがたい。

一方、わが国の金融政策の運用に「失敗があった」ことについて、ある程度のコンセンサスが存在する時期がある。それは、1970年代前半および1980年央から後半にかけての金融緩和の「行き過ぎ」である。前者は第一次石油ショック時における物価高騰の、後者はいわゆる資産価格バブルの主因、ないしは重要な要因となった、とされている。

この2つの時期に共通するのは、為替市場において急激な円高が進行し、その国内経済に対するマイナスの影響を懸念し過ぎた結果、「過度」かつ「長すぎる」金融緩和が行われたと評価されている点である。当時の政策決定者自身も、これらの時期の政策運営には、少なくとも結果的には、問題があったことを認めている¹⁾。

わが国におけるこの2つのエピソードと非常に似た位置づけが行われているのが、1970年代後半におけるスイスの金融政策運営である。スイスは、1970年央よりマネーサプライ・ターゲティングを行ってきたが、1978年には対ドルのみならず、対ドイツ・マルクでもスイス・フランが

急騰し、その圧力に耐えかねて、同年の10月に事実上の対ドイツ・マルク・ペッグに移行した。当然ながら、対ドイツ・マルクでの市場介入というコインの裏側は、スイス・フラン流動性の供給であり、こうして生じた「過剰流動性」が、1980年代前半のインフレにつながった、というのが、当時のスイス金融政策に対する一般的な評価である。スイスの中央銀行である、スイス国民銀行（Schweizerische Nationalbank：以下、SNBとする）のJean-Pierre Roth総裁は、SNBの100周年記念式典において、SNBの意思は常に「通貨価値の安定を維持し、原則を守り、またしばしば直面した厳しい環境のもとでも責務を全うすることであった」としたうえで、このように「旅の目的地はいつも明確であったが、その目的地に達するために、舵手はたびたび荒海を超えなければならなかった」と述べているが、1970年代後半がSNBにとって、大きな荒海の一つであったことは間違いない。

なお、この時期にはスイスの市場短期金利が一時的にマイナスとなっており、いわばわが国のゼロ金利政策の先取りの一面もある。さらには、当時のスイスのマネタリー・ターゲティングを、現代のインフレーション・ターゲティングのさきがけとする見方も、有力な研究者のなかに見られる。

このように、日本とスイスは、自国の通貨が急上昇するもとの、その経済に対するマイナスの影響を過大評価した結果、金融緩和がtoo big, too longとなった経験を共有する。こうした経験については、金融政策運営についての「判断のミス」とされがちであるが、簡単にそう片付けることは、必ずしも生産的ではないように思われる。

金融政策を担当する中央銀行は、主要国においては政府からの独立をかなりの程度、保証されている。しかし、そうではあっても、民主主義の下の中銀行は社会から全く乖離した機関ではない。過去の政策の「失敗」の経験から真に学ぶためには、中央銀行のみならず、政府、政治家、地域企

¹⁾ 例えば澄田 [1992] は、回想録のなかで次のように述べている。「…公定歩合は11月に3.0%に下げて、それからルーブル合意のときに2.5%に下げた。この2回は景気循環のそこを通り越したあとからやっている。こういうことになって、あとからみれば反省があります。…しかし実際は、円高不況ということが皆の頭の中にこびりついていて、まだこの時には、円高が進み続けているものだから、『まだ対策が必要である』という声が必要である、という声が強かったんですね。…150円になったあたりから、『これ以上の円高が進むのは行き過ぎである』という声が、宮沢氏をはじめとして一般に非常に強い。政府もそうだけれども、財界等にも非常に強い。そういう時代になってくるわけです」。

²⁾ 本稿では、紙幅の制約から、わが国の経験の詳細には触れることは差し控えるが、1980年代の政策に扱った幾つかの優れた文献については、本稿の基礎をなすものとして、とくにあげておきたい。①翁・白川・白塚 [2000] は、金融政策当局者の立場からの優れた記録・分析・評価である。②香西 [2000] は、政策担当者からは、やや距離をおいた中立的な立場からのものであり、ジャーナリズムの論調分析という点で、本稿の先行的な研究と言える。③Cargill et.al [1997] 3-4章も、は、自国通貨高における金融緩和の行き過ぎを計量分析を交えて論じた、すぐれた研究といえよう。④古城 [1996] は、政治学者による分析であり、金融政策というよりは財政政策に重点をおいたものであるが、マクロ経済政策の形成における政党の役割を論じたものとして、貴重な文献である。⑤佐藤 [1998] は、ジャーナリストによるルポルタージュという性格上、日銀・MOF・自民党の対立構図をややクローズアップし過ぎている嫌いはあるものの、当時の政策決定者およびそれに影響を与えうる立場にあった有力者に対する丁寧な取材記録である。

業・業界、マスコミなど様々なプレーヤーの行動など、政策決定過程をめぐる環境がどのようなものであったかについても、十分に跡付けて整理することが必要である。

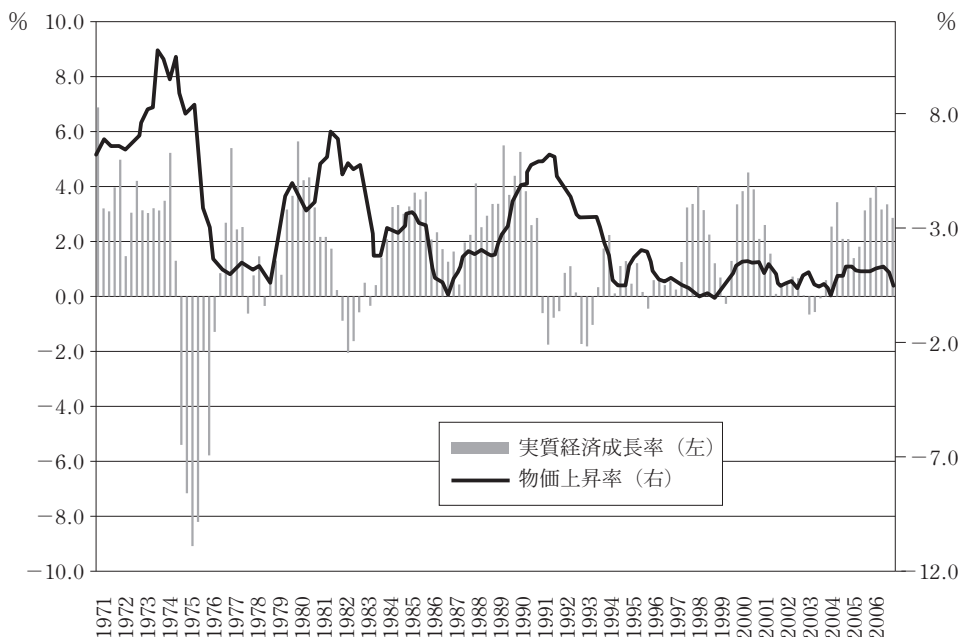
本研究は、こうした問題意識から、自国通貨高局面における中央銀行の政策を、社会の各種アクター、とくに政治勢力とマスコミのスタンスをも視野に入れながら検討することを試みたものである。本論考で直接的に扱うのは、1970年代後半から1980年代前半にかけてのスイスのケースであるが、当然のことながら、冒頭に述べたようなわが国における2つの時期の金融政策の経験を、間接的に、いわば比較のベンチマークとして念頭においている²⁾。

2. 1970年代後半のスイス経済と金融政策運営

まず、当時のスイスの金融経済状況を概観してみよう（図表1）。スイスは、第二次世界大戦下の戦禍から殆ど無傷であった唯一の先進工業国として、戦後は世界で最も豊かな国の一つとして経済的な繁栄を続け、その中心都市のチューリッヒは国際的な金融センターのとしての地位を獲得していた。しかし、そのスイスも、1970年代の前半には、変動相場制への移行に伴うスイス・フランの大幅切り上げ・上昇と第一次石油ショックの影響から、景気の大幅な後退と物価上昇を経験している。

これを受けて、スイスではM1の増加率を一定に保つという、マネタリスト型の金融政策を採用

（図表1）スイスの物価上昇率と経済成長率推移



〔備考〕実質経済成長率・物価上昇率は、それぞれ IMF・International Financial Statistics に所収の GDP volume 指数、CPI の前年同期比。

(図表2) SNBの通貨増加率目標と結果

	目標		結果	
	M1	CBM	M1	CBM
1975	6.0%		4.0%	
1976	6.0%		7.8%	
1977	5.0%		5.3%	
1978	5.0%		16.6%	
1979	設定せず ³⁾		8.5%	6.7%
1980		4.0%		-7.8%
1981		4.0%		-0.5%
1982		3.0%		2.6%
1983		3.0%		3.6%

Bernholz [2007] を基に作成

した(図表2)。フリードマンらマネタリストが提唱した、「k %ルール」の考え方を、最も早い時期に採用したのが、当時のスイスであった³⁾。

こうした、厳格な金融政策の結果、1970年代の半ばには、物価上昇率は3 %以下という、当時の主要国のなかでも最も安定した水準にまで落ち着きを取り戻すとともに、景気も回復傾向を示した。

このように、スイス経済が全体として順調な軌道に復帰したと思われた時期に、スイス・フラン(以下フラン)が急に強い上昇圧力に見舞われた(図表3, 4)。フランは、1977年半ばからドルに対してのみならず、隣国のドイツ・マルク(以下DMとする)に対しても急上昇し、1978年前半はやや落ち着きを取り戻したものの、同年秋には再び急上昇、とくにDMに対しては一般的に「危機ライン」とみられていた0.80を突破し、0.75前後にまで上昇するにいたった。

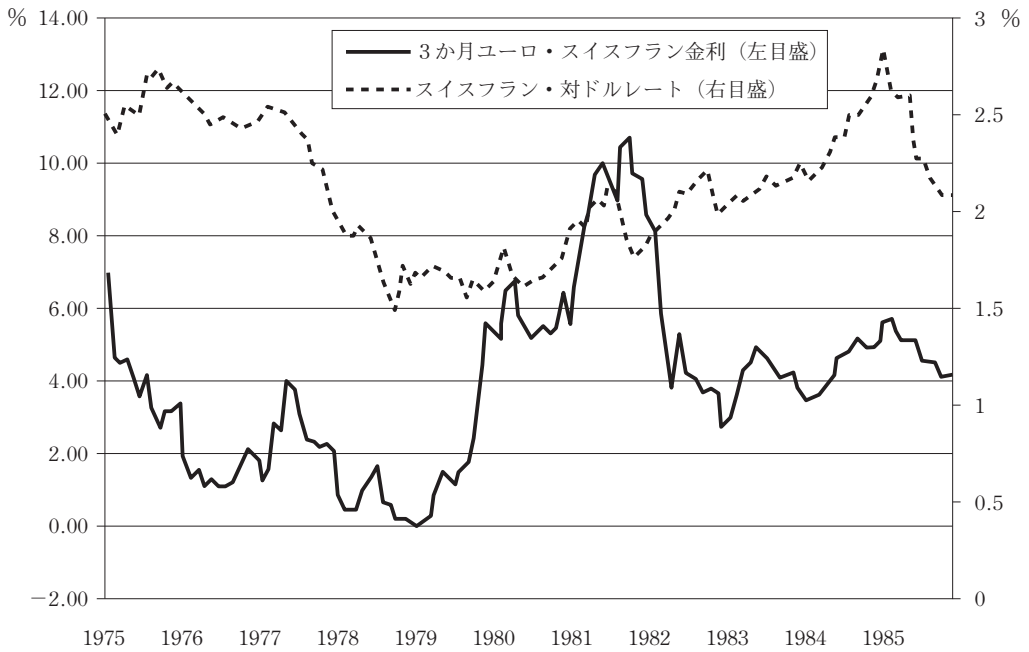
急激な自国通貨高に直面したSNBは、金融緩和方向に舵を切った。すなわち、1978年のM1増加率目標についてSNBの調査部門が3.5%とすることを提案していたのに対し、理事会はこれを4 %とする方向で検討、さらに最終的には5%とすることを決定・発表した⁴⁾。しかし実際には、SNBはこの目標をも大きく上回る増加を許容している(図表5)。この間の金融情勢を金利面からみると、SNBは1978年2月には公定歩合を引き下げ(1.5%⇒1.0%)、短期金融市場金利も急激な低下

³⁾ Bernholz [2007a], Baltensperger [2007] によれば、こうしたマネタリスト政策導入の背景には、フリードマンの同僚で堅固なマネタリストのスイス人経済学者であり、SNBの政策形成にも影響力を持った、Karl Brunner Bern大学教授の働きかけが大きい。

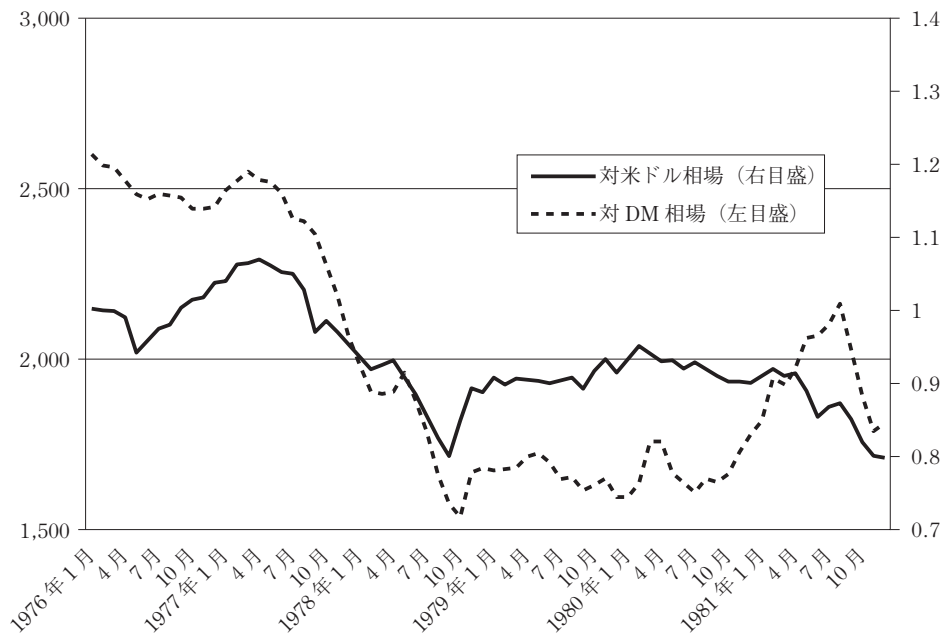
もっとも、SNB政策当局者は、通貨目標を機械的に遵守する単純なマネタリズムを採用したのではなく、弾力的な対応を取ってきたことを強調している。たとえば、元総裁のLusser [1996] は、スイスの金融政策運営を振り返ってみると「短期的にはかなり大きな裁量の余地を残したという意味では、マネタリストの模範像とは異なるが、その他の面では、かなりマネタリスト的であったと評してもよいであろう」としている。

⁴⁾ Bernholz [2007a] によると、当時の理事会は、1978年の増加率目標を前年の目標である5 %に設定した場合、金融引き締め意図があるとの誤解を受けることを懸念していた模様である。

(図表3) スイスの短期金利と為替相場推移



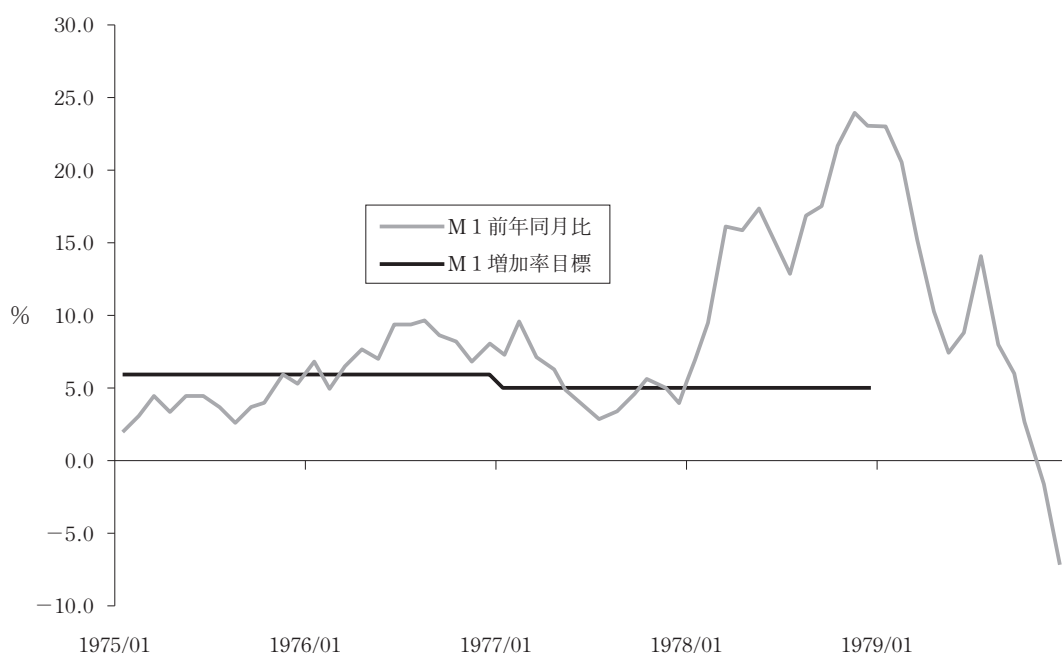
(図表4) スイスの対米ドル、対DM相場



を示している（前掲図表3）。なお、SNBの政策スタンスを測る短期金融市場指標としては、O/Nのコール・レートなど超短期の金利を用いることも考えられるが、当時のスイスの実情を勘案し、以下では、主としてユーロ・フラン3か月ものを中心にみることにする⁵⁾。

このように、1978年前半より、通貨量目標を棚上げした上で金融緩和が進められたが、同年10月には、前述のようにフランの対DM相場が0.80を切ったのを受け、SNBは、同相場を「明確に0.80以上とする」との声明を発表した⁶⁾。これは、SNBが外国為替市場において、大規模なフラン売り介入を行うことを意味している。別の観点からみると、こうした為替介入の裏側では大量の短期フラン資金が供給される。従って、この声明は、通貨量目標を放棄すること、すなわち政策目標を通貨量から為替相場に切り替えることを意味している。市場はこうしたSNBの政策転換意図を

（図表5）M1前年比と増加率目標値（1975年－1979年）



⁵⁾ 当時のスイスのコール金利は、次のような理由から、かなり不規則的な動きを示していた。すなわち、当時のスイスの準備預金制度は銀行に月末時点でのみ法定準備預金保有義務を課していたため、銀行は当然のことながら、月中は決済のために必要な最低限の準備預金しか保有せず、月末にのみ準備を積み上げようとした。このため、オーバーナイトものなど超短期の市場金利は月末に大きく跳ね上がる傾向があり、しかもその跳ね上がりの程度は月末の些細な需給要因の振れによって大きく異なった。このため、公表されている月末金利は、必ずしも時々のSNBの政策スタンスを示すものとは言えない。なお、当時のSNBの内部文書でも、代表的な短期金利としてユーロ3か月ものを用いている。

⁶⁾ SNBが、この時期に、とくに対DM相場を強く意識した背景としては、①隣国であり主要な貿易相手国であること、②産業・経済構造が類似していること、に加えて、③ドイツも、物価安定を重視するとともに、スイスと同様、通貨量のコントロールを通じた金融政策運営を表明していたことが指摘できる。

明確に理解し、その結果、フランの対DM相場は1978年末から1979年初にかけて急速に落ち着きを取り戻して、その後、1981年の半ば近くまで、概ね0.90前後で安定した推移を続けた。

なお、SNBは、当面の政策目標を為替相場に置くことを発表した上記のコミュニケのなかで、これらのマクロ金融政策の転換と並行して、輸出関連産業への直接的な支援についても発表している⁷⁾。すなわち、同行は、民間銀行と協力して企業の輸出関連外貨債権の為替相場先物契約により事実上の為替相場保証を行い、為替相場動向に対する不安の軽減に努めている。これは、1975年に時計・繊維・製靴業界対象に導入され、順次拡大されてきた措置をさらに拡大するものであり、直接的な産業支援効果というよりも、フラン高に対する不満を少しで和らげるための措置である。なお、この政策が廃止されたのは、1980年10月である。

当初懸念されていたフラン高に伴う景気の後退は、結果的には比較的短期間にとどまり、1979年の半ばには、経済が回復軌道に乗り始めたことを、政府当局者も認めている⁸⁾。この間、SNBは、やや及び腰ながら、為替相場の介入により急激増加を示したフランの過剰流動性の吸収に徐々に向かっているが⁹⁾、その一方で、為替相場の動向にはなおかなり神経を使っている。フランの対DM相場は結果的には0.80前後で安定を続けたが、たとえば1979年6月のように一時的にフラン高傾向が見られた時には、大量のフラン売り介入（したがって、フラン流動性供給）が行われた。

こうしたSNBの市場対応を同行の月報で跡付けてみると、例えば1979年3月号では、「外為市場での順調な展開を利用して、マネー・マーケットに引き続き存在する潤沢な流動性を、銀行に対するドル売りを通じて減少させた」と報告しているが、同年7月号では一転して、「フランの対DMおよび対ドル上昇に、外為市場における大量のドル購入により対処した」としている。一方、8月号では「SNBの政策目標が昨年10月来、主として為替相場に充てられるといっても、通貨量政策を後退させたわけではない。…膨張した通貨量は、これまでに修正されており、中期的な通貨量政策目標の維持は確保されている」と、政策スタンスの再修正を視野に入れるような表現を行っている。

結局、SNBが明確に政策スタンスの変更を示すのは、同年11月に公定歩合の引き上げ（1.0⇒2.0%）踏み切ってからであり（図表6）、それまでは、短期金利は1%大の半ばの低水準にとどまっている（前掲図表3）。

⁷⁾ このほか、政府と協力して資本輸入抑制・資本輸出促進策をとっているが、ここでは細部に立ち入らない。

⁸⁾ 例えば、NZZ [1979.7.3] によれば、経済担当閣僚であるHoneggerは、ある講演において、「景気後退はまだ克服されたわけではないが、最も大きな困難は乗り切った」と述べている。

⁹⁾ Schiltknecht [1982] によれば、フラン相場が落ち着いた1979年春には、SNBの政策は通貨量をコントローする体制に復帰するが、このことについては、公式に発表されなかった。なお、このとき、操作目標は以前のM1ではなく、マネタリー・ベース（後述の中央銀行通貨）に変更されている。Schiltknechtは、SNBが公式発表しなかった理由については述べていないが、この時点で為替相場目標から通貨量目標に切り替えることの為替相場への影響や、経済界などからの反発を警戒したためと考えられる。

(図表 6) SNBの主な政策発表

年	月	政策変更内容
1977	12	1978年のM1 増加率目標を 5 %とすることを発表
1978	2	公定歩合引き下げ (1.5%⇒1.0%)
	10	Sfr/DM相場を「明確に0.80以上とする」と発表
1979	1	1979年の通貨目標設定を断念
	10	当面の政策の重点を、通貨増加額を再度安定化させることにおくと表明
	11	公定歩合引き上げ (1.0%⇒2.0%)
	12	1981年の中央銀行通貨量増加率目標を4.0%に設定
1980	2	公定歩合引き上げ (2.0%⇒3.0%)
	12	1981年の中央銀行通貨量増加率目標を4.0%に設定
1981	2	公定歩合引き上げ (3.0%⇒4.0%)
	5	公定歩合引き上げ (4.0%⇒5.0%)
	9	公定歩合引き上げ (5.0%⇒6.0%)
	12	1982年の中央銀行通貨量増加率目標を3.0%に設定
1982	3	公定歩合引き下げ (6.0%⇒5.5%)

こうしたなかで、物価の安定に黄信号が灯り始める。1978年中は概ね 1 %台で推移していた消費者物価上昇率は、1979年の初めから徐々に上昇しはじめ、同年の後半には 5 %台に達した。

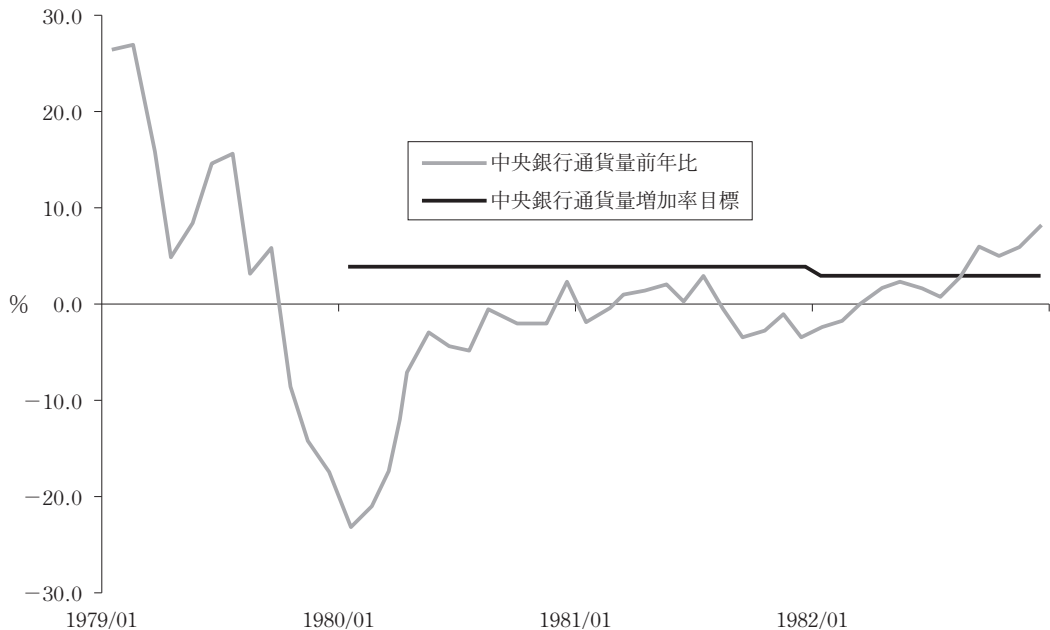
こうした情勢を眺めて、SNBは1979年の10月には政策目標を為替相場から通貨量に戻すことを表明し、12月には1980年の通貨量成長目標を発表した。この際に、目標とする変数を1978年までのM1から、中央銀行通貨量（Zentralbankgeldmenge、英語でCentral Bank Money、以下CBMとする）に変更して、1980年の成長目標を 4 %に設定した¹⁰⁾（図表 7）。

こうした金融政策スタンスの変更にもかかわらず、消費者物価の上昇率は、1980年こそ 4 %前後での推移にとどまったものの、1981年には急激に加速しはじめ、これに対処するためにSNBは相次ぐ公定歩合の引き上げを実施するなど、金融の引き締め強化を図り、これを反映して短期金利も急上昇を示している（前図表 3）。しかし、こうした金融引き締め強化によっても、一旦はずみがついた物価上昇には歯止めがかからず、CPI上昇率はピークには7.8%と 8 %近くまで達するにいった。物価が落ち着きを取り戻し、SNBが金融緩和に転換できたのは、1982年になってからである。

やや脇道にそれるが、この間のSNBの金融政策運営をさらにやや複雑にした要因に、スイスの住宅金利と家賃をめぐる慣行がある。スイスでは、家計の消費バスケットの中で大きなウェイトを持つ家賃について、家主が家賃を住宅貸出金利にスライドする形で変更することを認める条項が賃貸契約に盛り込まれるのが一般的である。従って、住宅金利の上昇は、ほぼ自動的に消費者物価指

¹⁰⁾ 目標を変更した背景には、M1より外投資家等のポートフォリオ戦略の影響を受けにくいこと、CBMの方がコントロールしやすいと考えられたことによる。なお、1980年増加率目標の「発射台」としては、1979年11月中旬の2週間が選ばれたが、これは何とか目標値マイナスにしせず、引締めとの印象をもたれるのを回避するための苦肉の策であった（Bernholz [2007a]）。

(図表 7) 中央銀行通貨量前年比と増加率目標



数の上昇につながる。このため、物価の安定を指向し、また国民から物価上昇について強く批判を受けるSNB（とくに首脳部）としては、金融の引き締めを行うなかでも、住宅金利の上昇は回避したい、との思惑があった。このため、SNB幹部が、銀行業界に住宅金利引き上げの自粛を求め、後者との論争になるような事態もみられた。こうした事情も、SNBの金融引き締めスタンスに微妙な影響を与えた可能性がある（Rich & Béguérin [1985]）。これまで述べてきたように、SNBは、金融政策の直接の目標として中央銀行通貨量を重視する姿勢を示しており、金融政策のスタンスは、この変数を中心に議論される傾向が強かった。言うまでもなく、通貨量と市場金利は表裏一体の関係にあり、市場メカニズムを重視する限り、後者が住宅金利等に影響していくのは当然であるが、SNBの内部にも、必ずしもこの点についての認識が十分でなかった面もあるように思われる。

3. 1970年代後半のスイス金融政策の評価

本章では、第2章で概観した1970年代後半のスイスの金融政策についての評価を整理する。まず、第1節において、客観的な経済データによる簡単な定量分析を行う。具体的には、テーラー・ルール型のベンチマーク金利に照らして、当時の金融政策スタンスの評価を試みる。第2節では、当時のSNBの年次報告や役員の発言、さらには本論文が検討対象とする時期から比較的近い時期に発表された、SNB75年史（SNB編纂）を基に、SNB当局が当時どのような説明をしていたかを振り返る。第3節では、さまざまなエコノミストによる研究結果を紹介する。ここには、当時の政策形成に中心的な役割を果たしていたSNBエコノミスト自身による回顧的な分析、さらにはSNB100年

史において発表された研究も含まれる¹¹⁾。さらに、第4節では、経済学というよりは、政治経済学的な視点からの研究について紹介する。

なお、当時のスイスの金融政策については、①金融運営のタイミングや幅などをどう評価するか、という点に加え、②SNBが採用していた、マネタリスト型の通貨増加率目標設定という金融政策の枠組みの評価も、興味深い問題である。しかし、以下では①に焦点を絞り、後者については付随的な位置づけにとどめる。

3.1 テーラー・ルール型の金利基準からみた金融緩和度合いの評価

金融緩和の程度、あるいはより規範的に金融緩和の「行き過ぎ」の度合いを評価する尺度として、最近、標準的な手法となりつつあるのが、いわゆるテーラー・ルールである¹²⁾。

すなわち、「望ましい」政策金利 r^* をGDPギャップとインフレ率から導出し、この r^* を一種のベンチマークとして利用して、実際の政策金利 r の推移を評価しよう、という考え方である。テーラー・ルールは、例えば(1)式のようなタイプの関数で表せられる。

$$r^* = a \times (\text{インフレ率}) + b \times (\text{GDPギャップ率}) + c \text{ (定数)} \quad (1)$$

本稿でも、1970年代後半から1980年代前半のスイスの金融政策について、こうしたテーラー・ルールに基づく評価を試みた。前述のとおり、この時期のSNBは短期金融市場金利ではなく、マネー指標、とくにM1を操作目標としていたが、どのような変数を操作目標としようと、金融政策のスタンスは、短期金利に反映され则认为られるためである。

ただ、当時のスイスについては、十分なマクロ経済データが入手困難であり、マクロ生産関数推計など一般的な方法によりGDPギャップ（潜在GDPマイナス現実GDP）を求めることができなかったため、次のようなやや変則的な方法でこれを推計した。すなわち、IMF・IFS国別統計データのスイスGDP数量指数（2000年基準）を用い、その17四半期ないし25四半期移動平均を潜在GDPとみなし、そうして求めた潜在GDPからの現実のGDP指数の乖離をGDPギャップとした。また、インフレ率については、消費者物価指数の前年同期比を用いた。一方、ここで「政策金利」としては、前述したような観点から、ユーロ・フラン3か月ものを用いている。

そのうえで、上記の(1)式のタイプの政策関数を回帰分析により推計¹³⁾、その推計値を、テーラー・ルール・ベンチマーク金利（以下ベンチマーク金利とする）とした。なお、推計した回帰

¹¹⁾ SNB沿革史のうち、本稿で扱う時期を包摂する75年史（SNB [1982]）と100年史（SNB [2007]）は、性格を異にしている。前者は、同行内部で編纂したものであり、いわば発表当時の同行の公式見解と理解できる一方、100年史は、同行が章ごとに有力エコノミストに執筆を依頼した論文集であり、必ずしも同行としての公式見解を示すものではない。

¹²⁾ テーラー・ルールについては、Taylor (1993) を、またこれをわが国に当てはめてみた分析については、例えば、Taylor (2001)、白塚・田口・森 (2000) を参照。

分析結果は、図表 8 のとおりである。結果的に、17期四半期移動平均を用いたケースでは、インフレとGDPギャップにほぼ同じウェイトを置く、Taylor（1993）の原型に近いタイプ、25四半期四半期移動平均を用いたケースでは、ややGDPギャップに大きいウェイトを置いたタイプとなっている。

（図表 8）テーラー・タイプ政策関数の推計結果

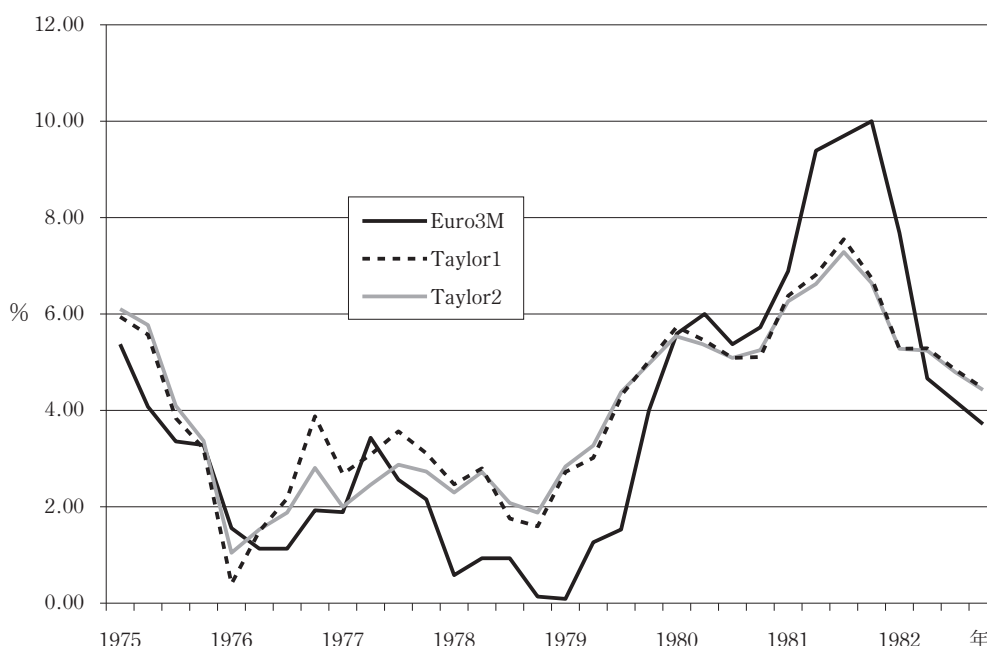
回帰係数（カッコ内は t 値）				
定数	インフレ率	GDPギャップ率		R ²
		(GDP17四半期平均)	(GDP25四半期平均)	
2.223 (8.7)	0.571 (8.8)	0.566 (5.4)		0.573
2.315 (8.4)	0.537 (7.4)		0.407 (4.5)	0.547

推計期間：1972年第一四半期～2003年第四四半期

こうして推計した 2 つのベンチマーク金利と、現実のユーロ・スイスフラン 3 か月もの金利とを比較したのが、図表 9 である。ここで、Taylor1、Taylor2はそれぞれGDP17四半期平均、GDP25四半期平均を基に求めたベンチマーク金利である。結果的には、本稿が検討対象としている時期については、2 つのベンチマーク金利にそれほど差異はなかった。この分析結果からは、1978 年から1979年にかけて実際の金利はベンチマーク金利を大きく下回っている一方、1981年には前者が後者を大きく上回っているのがみてとれる。すなわち、テーラー・ルールの考え方からこの時期の金融政策を検討すると、1978年から1979にかけての金融緩和は、スイスフラン高などに対する警戒などを背景に“too large, too long”の行き過ぎとなった一方、1981年にはインフレ抑制のために、結果的にきわめて強い引き締めを行うこととなった、との評価が妥当であろう。

¹³⁾ インフレ率とGDPギャップ率という説明変数間には、当然、正の相関が想定され、推定された関数に偏りがあると思われる。この問題は承知のうえで、ここでは大まかなベンチマーク金利を求めるうえでアプリオリにパラメータを設定する代わりに、回帰分析結果を用いてみた。

(図表9) テーラー・ルール型ベンチマーク金利と実際の金利との比較



3.2 SNB当局の説明（同時期評価）

それぞれの時期におけるSNBの公式見解を示すものとして、毎年4月の下旬に開催される、SNBの年次総会における総裁講演について、検討したい。

（1979年4月年次総会における総裁講演）

まず、SNBが政策目標を通貨量から為替相場に変更してから約半年後の1979年4月の総会では、当時のLeutwiler総裁は政策転換の正当性を強く主張している。

Leutwiler総裁は、ドル安・フラン高がSNBにとって予想外であったとしたうえで、同行の通貨量目標設定はマネタリズムのイデオロギーに凝り固まったものではなく、もともと必要があれば弾力的な対応で臨む方針であったとし、1979年の通貨量目標設定を見送ったことは、決して量的指向金融政策の変更を行ったものではないと強調した。

そのうえで、①フランが対米ドルのみならず、対DMでも上昇したことは、フランに対する需要構造に一時的にせよ上方シフトがあった、②それにも関わらず、通貨供給量を目標どおりに抑制していれば、スイス経済に持続的な損害が生じる可能性が高かったとし、③現時点では過剰流動性はすでにかかなりの程度吸収できている、と評価した（後述のように、③については後の講演では異なるトーンの発言を行っている）。

また、講演の後半では、表面的な統計をみるかぎり、フラン高は輸出にあまり大きなマイナスの影響を与えていないようにも見えるかもしれないが、為替相場変動の経済への影響は、長期的には

相当大きい可能性があるとして、SNBが為替相場に過剰に反応しすぎているとの批判を意識した発言を行っている。その一方で、この間の過剰流動性吸収のいわば裏側として、為替相場の反転（ドルの上昇）を輸出・観光業界の期待に反して完全には放置しなかったことについて、「インフレ懸念をここで強く打ち出す意図はない」としつつも、供給力の削減が大きかった建設業での需要回復や不動産関連の融資増など、インフレにつながりかねない要因について指摘している。この時点でのSNBのスタンスは、一方では前年の政策変更を正当化しつつ、一方では産業界や政界などに依然強いフラン高批判〈フラン安期待〉をもかなり意識したものであった。

総裁講演は、最後に、スイスのような小国の中央銀行にとって為替相場の安定を図ることは、現実的な責務である一方、（物価・通貨量安定と為替相場安定という〈筆者追加〉）二兎を追うことはSNBにとってリスクの高い政策であり、その成功は、政府や経済界などの協力に大きくかかっている、としたうえで、かかる協力は、この一年間にかなりの程度得られた、と締めくくっている。やや斜に構えて最後の部分を解釈すると、この間に、SNBに対して政府や経済界から相当の圧力があったことを暗喩しているともとれるのではないかと思われる。

（1980年4月の年次総会における総裁講演）

1980年の年次総会では、Leutwiler総裁は、まず、フラン高の是正が行き過ぎ、フラン安になり過ぎていることを指摘し、こうしたフラン安やインフレ圧力の増大に1978年の通貨量拡大が影響していることを認めつつも、これは「フラン高との戦いに成功したことの国民経済的コストである」と位置づけて、政策の正当性を主張している。一方で、SNBが早くから流動性の吸収に努めていたことから、1979年4月には通貨量はすでに中期的な増加率に戻っていたことを強調し、過剰流動性が一過性のものであったことを主張している。また、先行き本格的なホームメイドインフレに陥る危険性を警告し、建設部門などに対する銀行貸出の増加に懸念を示したうえで、銀行業界に自制を求めている。

今後の政策については、その重点を物価上昇の抑制におくことについて、政府および経済界とも合意していること、後者も、金融政策を輸出に有利な為替相場水準への誘導に割り当てるべきでないとの意見であることを強調している。また、とくに住宅金利の問題に触れ、同金利の低下は結局物価の安定によってしか達成できないとして、金融引き締めに対する理解を求めている。これは、裏返してみれば、この問題に対する国民的な関心の強さが、SNBの政策の足かせになりかねないことを、かなり意識していたことの証左と受け取れよう。

当面の基本的な政策姿勢については、変動相場制のもとでは、基本的に国外要因にかかわらず物価安定を迫及できるはずであるが、スイス経済の輸出依存の高さを考えると為替相場の動きを無視することはできず、一定の妥協はやむえない、として、1980年の通貨量目標についてもこれを堅持する方針を表明しつつも、「為替相場の動向がこれを許す限り」との前提を置くなど、なお為替相場にかなりの神経を使っていることがうかがわれる。

このように、1980年4月の段階では、SNBは1978年以降の政策運営が物価上昇につながった

ことを一方で認識しつつ、他方で、フラン高の経済へのインパクトを考えるとやむを得なかったとのスタンスを維持している。また、住宅金利上昇に対する国民の反発を考えると、できれば金利の大幅上昇につながるような政策よりも、銀行の融資姿勢の慎重化などによりインフレ拡大を回避できないか、という願望が垣間みられる。

（1981年の年次総会における総裁報告）

1981年4月は、物価上昇率が急速に高まっていた時期だけに、この年の総裁報告は、政策「弁護」の色彩が強く、自国のインフレ率がなお国際的には低い部類に入ることを指摘しつつも、インフレをより早期の行動で防げなかった理由を述べている。

まず、1978年の政策転換について、為替相場面では成果を挙げたが、一方で物価上昇の原因となったことは明らかであったと認めたうえ、この政策転換に対する批判は、当時のスイス経済がどれほど厳しい状況に置かれていたか、「為替相場の状況の改善のために、いかに無理な代替案が提案されていたか」を忘れているとし、間接的ながら明確に、二重為替相場制の導入を求める強い圧力をかわすためにもやむを得なかった措置だと弁解している。その一方では、「最近の物価上昇は、流動性の吸収が遅すぎたことを示すものであり、『後知恵』としてみれば、SNBの政策は最善のものではなかった」と政策の一定の失敗を認めている。

もっとも、「政策当局は不十分な情報のもとでも政策決定をしなければならず」、1979年当時に行っていた規模のドル売りによる流動性吸収ですら「勇気が必要であった」し、もし流動性の吸収の結果、再びフラン高になっていたならば、相当の批判を浴びていたであろう、と弁明している。さらに、1980年について設定したCBM 4%増加目標が高すぎたのではないかと、という批判に対しては、決定当時には景気・為替相場動向がなお不透明であったことを配慮して、政府と合意のうえ、緩めの目標を設定したものであり、もしドラスティックな通貨量削減を行っていれば、長期的には新しく、より困難な問題を抱え込んだかもしれない、としている。

そのうえで、この年の総裁報告は、インフレ心理を持続的に抑制するためには、金融政策を引き締め気味に運用せざるを得ない。インフレ心理退治に成功するための前提条件は、こうした不愉快な（unangenehme）プロセスについて、政界や経済界が、言葉の上だけでなく、実効的な協力を示すことである、と締めくくっている。

全体として、この年の報告は、1978年からの政策路線についての反省とはいえないまでも、自信の揺らぎやSNBに対する圧力と批判に対する苛立ちが滲みでている。

（SNB75年史）

1981年12月には、翌年の6月にSNBが75周年を迎えるのに先立ち、同行は75年史を刊行している。しかし、まだ「歴史」としては新し過ぎたためか、この時期に関する記述は1ページ程度にとどまっている。これを要約すると、次の通りである。

- ・内外の金融政策変更に対し、為替相場は財価格よりも速く反応するため、経済に国際競争面での

支障が生じる可能性がある。このため、SNBは通貨量政策を弾力的に運用した。

・SNBは、1978年10月1日にDMの適切な相場が、明確に0.80フラン以上であること、この目標が達成されるまで、為替介入を続けることを公表した。この結果、数日の間に、DM相場は目標とする水準を上回ることとなったが、その代償は、目標をはるかに上回る通貨量の増大であり、1979年の目標設定を断念せざるを得なかった。約半年後には、過剰流動性は修正され、スイス・フランの上昇期待は消滅した。しかしながら、この短期的な通貨量の増大の結果、1979年以上、物価水準は明確に上昇した。

3.3 金融政策の評価（事後的評価）

ある程度の期間において振り返って見た研究をみても、1978年にSNBが一時的に通貨量目標から為替相場に政策の操作目標を変更したこと自体については、総じて当時の国際的な環境からみてやむを得なかった、との評価が一般的である。この時期にスイスのインフレ率が高まったとはいえ、世界的にみればなお低い部類にとどまったことから、とくに、国外の研究者にはその傾向が強いように思われる。たとえば、ドイツおよびスイスのマネタリー・ターゲティングを、インフレーション・ターゲティングの先駆けと位置づけてレビューした、Bernanke et.al. [1999] は、通貨量急増とインフレの高まりについて、「このマネタリー・ターゲティング下での最初の物価上昇は、かなりの程度第二次石油ショックの影響と解釈できよう」と片付けており、その後、1980年代後半から、決済制度の変更による通貨需要構造の変更を見誤った時期に分析の焦点を絞っている。そのうえで、スイスは、設定目標の変更などについて丁寧に説明しており、政策の透明性という点では高い評価をしている。

これに対し、スイスの研究者の評価はもう少し厳しい。Baltensberger & Böhm [1984] は、当時のフランに対する上昇圧力の強さを勘案すると、フランに対する海外需要の上方シフトがあったとしか考えられず、これに対してある程度アコモデーティブな対応をするのはやむを得なかったとはしつつも、その程度は行き過ぎであり、またこの時期に先行する数年間の通貨の増加量もやや高すぎた、と評価している。Galli [1994] の評価はより厳しく、SNBは世論の圧力に屈して、短期的にはより高い成長を、しかし長期的にみればより高いインフレ率を選択したことになる、としたうえ、外為市場における介入はSNBによる当面の問題の先送りに過ぎなかった、と批判している。また、Dueker & Fischer [1996] は、長期的物価上昇率、物価水準および為替相場の目標値からの乖離により通貨量を決定するMcCallum [1987] タイプの通貨ターゲットモデルを用いた計量分析の結果として、1978年から1979年にかけての通貨量の増加率は、フランの為替相場安定に必要であった量を上回っていた可能性が高く、仮に政策目標を為替相場安定に変更するのがやむを得なかったと考えても、緩和は行き過ぎであったと評価している。

当時、SNBの調査部門で政策の立案に大きな影響力をもったエコノミストも、その後、回顧的な研究論文を発表している。そこで、調査局長であったSchiltknechtやその幹部スタッフであったRichらによる当時の政策の評価を、論文の発表時期を追ってみてみよう。

Rich & Béguelin [1985] は、1980年代前半のインフレ率の高まりが主として通貨量の急激な増加によるものであったのは明白であるとし、一時的な増加であれば物価の安定性を脅かすものにはなるまい、という当時のSNBの判断が結果的に間違っていたことを認めている。もっとも、これには、第2次オイルショックの影響に加え、1979年以降は実質ベースではフラン安になったことも、物価にマイナスの要因として寄与していたと指摘している。また、家賃へのリンクからSNBに住宅金利の安定を求める圧力がかかることも、政策運営を困難にした要因であったことにも触れている。

Schiltknecht [1989] は、DMの対フラン相場が0.75フランまでに下落すると、一層のフラン高阻止を求める声が強くなり、なかでも二重為替相場制に関する議論が広がって、SNB内部ですらタブーでなくなったことを明かしている。Schiltknechtは、こうした状況を勘案すると、①為替相場目標への一時的なシフト自体はやむを得なかった¹⁴⁾ が、②1979年について通貨量目標の設定を見送ったのは、振り返ってみれば誤りであり¹⁵⁾、③これが達成した為替相場の安定を危うくしたくないという惧れとも相まって、過剰流動性の解消が遅きに失することとなった大きな要因であるとしている。なお、Schiltknechtは、①Leutwiler総裁が数年後に為替相場目標への転換を政策的な失敗であった、としていたことを紹介したうえで、②1978年10月の政策転換はやむをえないものであり、この自己批判は当たっていない、しかし、③もし1978年末に従来の通貨量政策に復帰していたならば、1980年代初のインフレは、少なくともある程度回避できたかもしれない、としている。

Rich [1997] は、1979年以降のインフレ率の高まりは、1978年の金融政策では説明がつかず、第二次石油ショックを反映したものであるとし、その根拠として、インフレが高まるよりかなり前にSNBは金融引締めへ転じていたこと、長短金利ともに大幅に低下しており、市場にインフレ心理が生じていたとはみられないこと、を上げている。もっとも、SNBから大学に転じた後に発表されたRich [2003] は、まず1978年のフラン高について、同年春にSNBが前年のフラン売り介入によって生じていた過剰流動性を吸収しようとしたことについて、市場が同行のマネタリスト信仰堅持と受け取ったことが大きな要因となった、としている。Richも、Schiltknechtと同様に、Leutwilerが為替相場目標への一時的なシフトまでも間違いだとしたのは当たらない、としたうえで、当時のSNBの失敗は、Schiltknechtの指摘する過剰流動性の吸収の遅れに加えて、SNBがM1需要の上方シフトの大きな要因が通貨代替にあると思いこみ過ぎていたことにある、とKugler&Rich [2002] の分析結果を紹介しつつ、指摘している。すなわちRichは、1979年により明確な過剰流動性吸収を行ったうえで¹⁶⁾、1981年にもっと強い引き締めを行うべきであった、と当時の政策を評価

¹⁵⁾ Schiltknechtが率いていたSNB調査局は、1979年について通貨量目標の設定を提案していた（その概要については、付1参照）。また、同氏は、小生とのインタビューにおいて、「為替相場が一定の水準に戻ったら流動性を吸収するという提案が採用されていたならば、過剰流動性はもう少し早く解消されていたのではないか。しかし、この提案はわかりにく過ぎる、との理由から採用されなかった。調査局としてもいふべきことはいうが、その時点では自分たちにもよくわからなかったこともあったので、それ以上強くは主張できなかった」、としていた。

している。なお、Richによれば、この1970年代後半から1980年代前半にかけての経験から、SNBは自国通貨の過剰な上昇を止めようとするれば、その後のインフレの高まりにより罰せられる、との教訓を得て、外国為替相場市場における介入を控えるようになった。

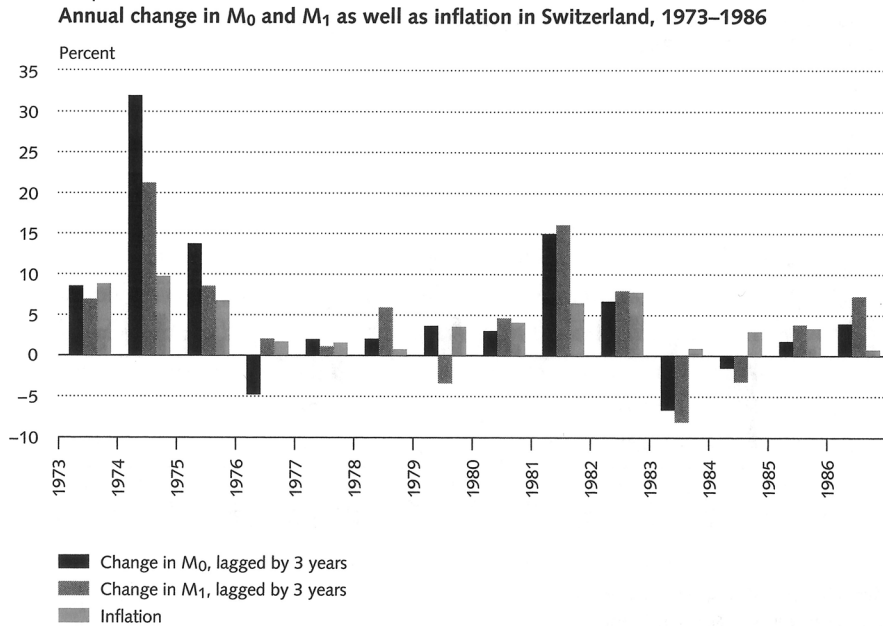
SNB100年史は、前述のようにSNBが執筆を依頼した外部の研究者により書かれており、1945-1982年をカバーする章は、当時のSNBの政策フレームワークに批判的であった、Basel大学教授のBernholzが担当している（Bernholz [2007]）。Bernholzは、まず自身が1976年当時にLeutwiler総裁に対し、①歴史的な研究を勧案するとフラン相場が長期にわたり購買力平価から大きく乖離する可能性がある、②その場合、輸出産業および雇用に極めて大きな圧力がかかる、③その結果、安定的な金融政策を放棄することを求める政治的な圧力が予想される、と指摘したうえで、物価の安定は適切な為替相場政策によっても達成できると示唆したことを紹介し、SNBはもっと早い時期に政策目標を為替相場に切り替えるべきであったとの持論を改めて展開する¹⁷⁾。そのうえで、その後、SNBに対してかけられた政治的な圧力について、かなり詳細に記述している。一方、実際のSNBの政策に関しては、「通貨量が急増し、通常観察される3年のラグをもって、インフレも急速に上昇した（図表10）。この間の展開の背景については、議論がある」とし、Schiltknecht [1989]、Kugler & Rich [2002] などの見解を紹介している。また、Schiltknechtが率いていた当時のSNB調査局が過剰流動性の解消を進言したのに対し、理事会が、「DMの対フラン相場が0.82-0.83というフラン高のもとでインフレのリスクが多少ともあると考えるのは現実離れしている」との反応を示したエピソードなども交え、当時のSNB首脳の方針判断ミスを、やや間接的ながら明確に指摘している。

単なる、政策判断のタイミングや幅のミスを超えた、より深い次元での問題もあったのではないかと、としているのが、Nelson [2006] である。Nelsonが問題にしているのは、インフレの長期的なコントロールに関して、コストプッシュを重視するのか、デマンド・プル面を重視するのか、という点である。すなわち、通貨量目標を導入したのは、需給ギャップのコントロールという需要面を重視したためであった。しかし、現実には1970年代半にスイスが物価安定を取り戻していたのは、コストプッシュ要因によるところが大きかった。変動相場制移行に伴うフランの急騰により輸入物価は急落し、また、小国のスイスであればこそ可能であった、政府と労働組合の連携により賃金面からの上昇圧力も軽微であった。こうした状況のもとで、為替相場が急騰し、その行き過ぎに

¹⁶⁾ Kugler&Rich [2002] は、より具体的に、1979年第3四半期に一時的な為替相場目標を放棄すべきであった、との立場を取っている。

¹⁷⁾ Bernholz [2007] は別の個所で、マネタリストの総帥であったFriedmanの理論からみても、スイスのような小国は自国の通貨量を安定化させるより、安定通貨政策をとる大国（具体的にはドイツ〈筆者注〉）の為替相場にベッグすべきであった、としている。また同教授は、①スイスは欧州共同スネークに参加申請したが、強い通貨国の発言権の高まりを警戒するフランスの拒否権発動により断念した、②オーストリアのように、一方的にマルクにリンクする選択肢もあったが、その道を選ばなかったことが失敗であった、との立場と取っている。

(図表10)



Source: SNB, Monthly Statistical Bulletin (various years).

(備考) Bernholz [2007] から引用。

抵抗するために通貨供給を増加させても、これが大きな物価上昇につながるとは、当時のSNB幹部はあまり考えていなかったのではないかと、すなわち、コストプッシュ・ビューが支配的であり、デマンド・プルに対する考慮は背面に追いやられていたとみるべきである、とする。Nelson は、1978年4月の年次総会におけるLeutwiler総裁の、「現在のところ、物価安定を脅かす要因はない。…しかし、目立ったフラン安が生じれば、インフレ圧力はあつという間に生じるかもしれない」(Schweizerischen Nationalbank [1979]) との発言を、SNBがもっぱら輸入価格を通じたコストプッシュに着目し、当時すでに始まっていた拡張的な金融政策の総需要拡大効果を通じたデマンド・プル面を無視していたことの証左としている。

(政策評価についての総括)

以上のように、各研究者の評価をみると、その細部についてはニュアンスの差もみられる。しかし、本稿の目的は、どの時点でどのような政策判断ミスがあったかを厳密に検証すること自体よりも、政策判断とそれをめぐる外部環境とのフィードバックについて検討することにある。そうした視点から、本節で紹介した研究をやや大掴みにまとめると、次のとおりである。

① スイスのような、輸出依存型の小国にとって、為替相場がファンダメンタルズから大きく乖離して上昇した1978年秋のような状況のもとでは、政策目標を当時の通貨量から対DM為替相場に切り替える、という判断自体は、やむを得なかった。

②そうした為替相場重視の政策によって生じた過剰流動性のタイミングが遅れたこと、それが結果的に必要以上のインフレにつながったことは、否めない。

③この政策判断のミスには、一旦安定させた為替相場を逆戻りさせることに対する警戒感、ないしは恐怖感がかなりの寄与をしているとみられる。

④SNBに対する政治的な圧力、とくに1978-79年にかけての二重為替相場制導入を求める声、その後の住宅金利上昇回避を求める声には、SNBはかなりの神経を使っていた、あるいは使わざるを得なかった¹⁸⁾。これが、政策判断・運営にも一定の影響を与えた。

この、政治的な圧力の点については、次節で、もう少し詳しく検討してみたい。

なお、ここで紹介した文献では余り議論されていない重要な論点として、量的金融目標の設定という政策の枠組みに関するスイスの選択が、金融情勢の実態についての透明性を阻害していたのではないか、という点がある。すなわち、この時期のスイスに関する研究は、通貨量目標重視の政策運営自体には好意的な立場の研究者によるものが大勢であり、緩和の行き過ぎの程度について、各種通貨量をもとがどの時点でどの程度過剰であったか、との議論は行われていても、金利が低すぎたのではないか、という議論は少ない。

Baltensperger [2007a] は、この時期のSNBのマネタリー・ターゲティングについて、①SNBは当初から、その適用にあたっては弾力的に臨んでおり、②とくに、予想外の為替相場の大幅変動は、大きな留保条件として考えられていたことを指摘したうえで、全体としては、③透明かつ有効な「コミュニケーション」ともいうべきものであり、現在の用語でいえば、「“constrained discretion”，とくにconstraintに重点を置いたもの」と理解すべきである、と評価しており、そうした理解は正鵠を射ていると思われる。しかし、先に示したような簡単なテラー・ルール型のベンチマーク金利分析からも、78年から80年にかけての金利がベンチマークを2%近く下回っていたのは、明らかである。当時のスイス金融市場の整備状況からみて、金利指標に問題があったとしても、透明かつ有効なコミュニケーションという観点からは、定義や需要の解釈に複雑性の伴う通貨量よりも、より直截な金利動向を政策判断の過程でもう少し重視すべきでなかったか、という疑問は許されるよう。もっとも、これは本稿の中心的な課題を超える大きな問題であり、これ以上の論議は控えておきたい。

3.4 政治経済的な観点からのレビュー

前節では、主に当時の経済環境に照らして見た政策判断の評価についてみてきたが、その際にも、SNBがその政策決定について受けた様々な圧力についても、触れてきた。本節では、この政治経済学的な視点を絞って、研究・分析資料を検討してみたい。

前述のように、SNB100年史でBernholz [2007] は当時のSNBに対する働きかけの記録にかなり

¹⁸⁾ 当時の関係者へのインタビューによると、SNB内部でも、国際問題担当の副総裁（政界出身）は、この制度に傾いていた模様である。

のスペースを割いている。まず、その主な内容を紹介しよう。

当時のSNB幹部は、フラン高に対する反発にかなりの神経を使っていた。前述のように、1977年末に翌1978年の通貨量目標を設定する際に、内部のワーキング・グループは、当時の経済・金融情勢からみてM1増加率について3.5%を主張していたが、理事会は当初4.0%と決め、さらに短期間のうちに5.0%に上方修正して最終決定、対外発表している。SNB理事会の議事録によれば、これはLeutwiler総裁が、78年目標の5%よりも低い目標を設定した場合、一般に引き締め強化と受け止められ、一層のフラン高期待につながることを強く懸念したためである¹⁹⁾。また、1978年2月の理事会議事録によれば、Leutwiler総裁は、SNBに対し、産業界から「為替相場の動向に関し苦情を呈する手紙がどんどん送られてきている」と述べている。

さらに、政界からの圧力の増加についても述べられているが、この点については、別の研究を基に後述したい。

このように、SNBに対する圧力が増す中で、SNBの幹部が最も気を使ったのが、二重相場制の導入を求める動きの高まりであり、1978年10月の政策変更の基となった同行調査局の政策ペーパーも、「二重為替相場制の再導入ないしは新たな外為規制を求める政治的な圧力は、SNBのコントロールを失わせるほど強くなる可能性がある」ことを、為替相場ターゲット導入の最大の理由として挙げている。この点については、Schiltknecht [1989]、Rich [2003] も強調している。「金融政策は真空の中で行うことのできるものではないことが、改めてはっきりとした。…為替市場の分割が様々な場で議論されるようになり、SNBの内部ですらタブーでなくなった」(Schiltknecht [1989])²⁰⁾。

「SNBには、輸出産業、連邦政府および一般国民からフラン高を止めるよう、極めて強い圧力がかった。政府は二重為替相場制を導入すると脅しにかかってきた」(Rich [2003])。

SNBに対する政治の影響を分析したのが、Jeiziner [1999] であり、SNBの政策決定に議会の金融委員会の党派別構成がどのように影響したかなどを、1976年から1995年の期間について、計量的な手法を用いて検討し、この期間全対の推計結果を基に、米国FRBの場合とは異なり、SNBに対する政治の影響力については、統計的には支持されな、との結論を導出している。

しかし、より興味深いのは、1970年代の議会活動についての詳細な研究部分である。議会、とくに、左派政党や独立系政党がその中心となってSNBに圧力をかけようとした典型的な例が、

¹⁹⁾ このLeutwiler総裁の判断は、その是非はともかくとして、機械的な目標設定よりも市場との対話を重視したものとして理解することも可能であろうが、政治的な判断の要素も含んでいたことも、完全には否定できないであろう。

²⁰⁾ (Schiltknecht [1989]) は、SNBが導入した輸出産業支援のための為替予約制度は、金融円滑化のための措置を数多く打ち出したのは、何もしないと通貨量政策を貫徹することが政治的に難しくなると判断したためとしている。筆者とのインタビューの際にも、こうした措置の実際の効果については、懐疑的であったと回顧していた。

²¹⁾ 日本の自民党とは異なり、左派に位置づけられる。

1978年9月に、社会民主党、自由民主党（Freisinnige Demokratische Fraktion）²¹⁾ およびスイス人民党が提出した、質問書（Interpellation）²²⁾ である。各党は、フラン高によるスイス産業の苦境を問題とし、ヨーロッパ諸国のスネークへの参加または対DMペッグを求めている。とくに社会民主党はSNBのマネタリスト政策に異議を唱え、より積極的な金融政策を求めている。Jeizinerは、SNBが、マネタリーター・ゲティングから為替相場ターゲットに移行することを表明したのは、これらの質問書が議会で討議される予定の10月2日の直前であり、こうした議会を通じた政治圧力がSNBの政策決定にもかなり影響していた可能性は否定できないとしている。これは、前述のSchildknecht [1989]、Rich [2003] の証言などとも符合するものであり、政治勢力の働きかけを受けた連邦政府内に二重為替相場制導入論議を求める機運が高まったことに対する警戒観が、SNB

（図表11）国会におけるSNBに対する働きかけ（質問等）

		働きかけの主な内容		
		フラン高問題	フラン安問題	金融緩和
1971	7	0	0	0
1972	19	0	3	0
1973	14	2	0	4
1974	14	0	0	7
1975	19	6	0	1
1976	3	1	0	0
1977	4	3	0	0
1978	11	5	0	1
1979	8	3	0	0
1980	8	0	2	0
1981	12	0	2	3
1982	12	1	0	0
1983	2	1	0	0
1984	3	0	1	0
1985	2	0	1	0
1986	1	0	0	0
1987	4	0	0	1
1988	3	0	0	0
1989	2	0	1	1
1990	10	0	0	2
1991	6	0	0	1
1992	5	0	0	4
1993	1	0	0	0
1994	6	2	0	2
1995	7	6	0	2

（備考）Jeiziner [1999] の第5章appendixをもとに作成。

²²⁾ スイス議会における質問書には、InterpellationとEinfache Anfrageがあり、前者については、上院（下院より保守的議員の構成が高い）が承諾した場合のみ、議会での討議に付される。

の政策決定に少なくとも潜在的にはある程度の影響を与えていたことは否めないように思われる。

なお、議会におけるSNBに対する正式な質問提出等の動きの状況を見ると（図表11）、1970年代から1980年代にかけて、かなりの働きかけが行われている。さらにその内容をやや詳細にみると、1973年から1975年にかけては、直裁に一層の金融緩和を求めるものであったが、1970年代の後半にかけては、フラン高への対処を求める内容のものが、その大層を占めている。また、1981年に金融緩和を求める質問が提出されているが、これは住宅金利の引き上げ論議を受けたものとみられる。

なお、SNBは政府からの独立性は強いものの、政治家出身の役員もおり、意思決定から政治的な配慮が完全に排除されていた訳ではなかったようである²³⁾。こうしたSNBに対し経済界（経営者・組合）から多くの直接の働きかけがあったことは、当時の新聞記事からも裏付けられるが、その詳細については、別稿に譲り、次章では、スイスの有力マスコミの論調について検討してみたい。

4. マスコミの論調：Neue Zürcher Zeitungの論説

本章では、この時期のスイスの金融政策に関する論調を、Neue Zürcher Zeitung の論説記事を基に展望してみたい。

Neue Zürcher Zeitung（以下NZZとする）は、1780年創業のチューリヒの地方紙であるが、ヨーロッパでも屈指のクオリティー・ペーパーとして、スイス内外に有力な個人・機関読者を持っており、政策決定にかかる世論形成にもかなりの影響力を有しているとみられる。当時の世論を検討するためには、本来であれば、他の新聞の論調や記事についても調べるのが筋であろう。また、一般国民の世論形成という意味では、TVなども重要かもしれない。調査をNZZ一紙に絞ったのは、TVの論調は調べる方法も今となってはなし、他紙もバックナンバーは日本では入手不可能であるという現実的な理由からであるが、同時に、スイスにおけるクオリティー・ペーパーとして、当時は（現在もそうであるが）NZZが群を抜く地位を占めており、政策当局者が意識するという点では、他のメディアとは比較にならない影響力をもっていたと考えられることを勘案すると、こうしたアプローチが許されると考えたためでもある。

当然、NZZは、論説以外にも金融政策をめぐる多くの記事を掲載しており、これらも当時の論調を探るうえで興味深いが、本章では、同紙で経済について論説的な記事を担当していた、

²³⁾ 実際に、当時のある幹部は、役員登用の際に政党支持が考慮されることもあり、「そのため昇進に限界があると見切りをつけて、民間銀行に転身した」としていた。もっとも、その幹部は、金融政策決定への直接的な影響については、否定していた。

²⁴⁾ 同記者（NZZ紙面では、bp.のイニシャルで署名）は、当時のNZZでは経済金融面のメイン記者であり、数多くの論説ないし論説的な記事を寄稿しており、本章で取り上げるたのは、政策決定の重要な局面に関するものに絞った。同記者以外が担当した記事を含めた、当時のNZZの記事のながれについては、近く別稿としてまとめるつもりである。

Blancpain記者の論説記事を中心にみていきたい²⁴⁾。

なお、以下は記事を要約したものであり、〈 〉内は、見出しである。

(1978年の政策変更をめぐる)

〈責務に生じた緊張〉

・為替相場への配慮から、経済安定政策・通貨量政策が後ろに迫いやられている。既に過大であった通貨供給量がさらに拡大し、インフレの悪霊がいずれ復活するであろう。為替相場の固定を目指すというのは、かつて失敗した道への回帰ではないか。他の政策手段の力が足りないことを理由に、SNBは本来の責務の範囲外に足を踏み出し、理性的な判断よりも目先の困難への対処を選択してしまった(NZZ1978.10.3-p5)。

〈危ない綱渡り〉

・SNBは明確なリスクを伴う実験に踏み切った。今回の政策転換は、①輸出産業の多くは9月末の為替相場水準に耐えられない、②介入により為替相場を左右できる、③通貨の増加はインフレには結びつかない、あるいは問題が生じた時点で修整が可能である、という3つの仮設に基づいている。しかし、①スイスフラン過大評価の持続性については、意見が分かれている、②介入では固定相場制を守ることはできない、としていたこれまでのSNBの主張と矛盾している、③増加した通貨が少なくとも当面は退蔵されることを前提とした議論である。上記3つの仮設が正しくない場合、スイス経済はかなりの痛みを甘受せざるを得なくなる (NZZ1978.10.21-p13)。

(1979年通貨目標設定見送りをめぐって)

〈箆笥に仕舞いこまれた通貨量政策〉

・SNBは、スイスのインフレ率をドイツのそれに合わせる政策を採った。これまでの他国の経験に照らしてみると、通貨量のファインチューニングは経済の安定を損なう傾向がある。昨年10月以降のSNBの政策は、これまでも不安定であった通貨流通速度だけでなく、通貨量そのものも不安定化させる。SNBは、経済情勢が改善するまでには過剰流動性を解消するとしているが、実際にその段階で経済界がそれを受け入れるか、政治的に実施できるかは、別問題である。SNBは、「通貨の国内価値と対外価値の安定を同時に達成することは出来ない」というディレンマから目を背けるべきではない (NZZ1979.1.12-p13)。

〈中央銀行の優先目標間の矛盾〉

・SNBによる政策目標の為替相場への転換と通貨量目標設定の見送りという措置は、為替相場が購買力平価から大きく乖離し、また経済界からの圧力の大きさからみて、何らかの妥協を行わなければ、二重相場制導入など、より問題のある政策に追い込まれていた可能性もあったことを勘案す

ると、一見、許容できるようにも思われる。しかし、もともと変動相場制に移行したのは、平価改定が国内の政治的抵抗から困難であり、また「正しい」相場水準が良く分からないからである。過剰流動性は、遅かれ早かれ価格に反映する。通貨量目標の中止により、SNBは計算の出来ないリスクを負ってしまった。過剰流動性の程度と時期を見極めるのは、極めて困難である。仮に将来、国内物価が上昇すれば、輸出産業は為替相場の不安定に加え、新たな競争条件の悪化要因までも抱え込むことになる（NZZ1979.1.28-p9）。

（1979年4月年次総会の総裁報告を受けて）

〈インフレをちょっぴりだけ？〉

・SNBの政策は、為替相場安定という面では成功ともいえるが、一方でインフレ率は、1976-78年の平均1.25%に対し、最近の3ヶ月では2.4%となっている。SNBはこれを一時的なものともみているようであるが、今年のインフレ率が3-4%に達するとの見方もある。最近のフラン相場の反転をもって、SNBが為替介入で相場を望ましい水準に誘導できると考えるのは誤りであり、これは①米国で安定志向の経済政策運営への期待が高まったこと、②逆にスイスでは調整インフレの可能性が出てきたこと、を反映したものである。最近の物価上昇に石油価格が影響していることは確かであるが、SNB当局が言うように、通貨量の増大とは余り関係ない考えるのは、大きな誤りである。物価が上昇するためには貨幣要因が必要であるが、スイスでは間違いなく過剰流動性が存在していたし、いまでも多分過剰である。SNBは、これを是正する意思是示したが、一方では新しい為替相場政策を必要に応じて継続することを表明している。限定された、ないし管理されたインフレというのは、危険な幻想である（NZZ1979. 5.13-p9）。

（1979年11月の公定歩合引き上げを受けて）

〈安定政策の覚醒〉

・スイスでは、ホームメイドインフレの要素が強まっており、明らかにインフレ局面に入っている。これは、SNBの政策の当然の帰結であるが、このように早く「つけ」を払うことになるとは、SNBも予想していなかったであろう。今回の政策変更は、SNBの目が覚めたことを示すものである。SNBは、来年以降、再び通貨量目標を設定し、公表する必要がある（NZZ1979.11.8-p9）。

（1980年の通貨目標発表を受けて）

〈適切な通貨量政策への復帰〉

・アコモデイティブな金融政策のリスクは、1年前に考えていたよりも大きいことが明らかになった。今回の決定により、為替相場と物価という2つの目標間の対立は解消した。SNBの出したシグナルは明確であり、生活費上昇を止め、通貨価値安定の道に復帰することである（NZZ1979.12.16-p15）。

(1980年2月の公定歩合再引き上げをめぐって)

〈公定歩合の引き上げ：フラン相場修正に向けての追加的な試み〉

・今回の政策変更は、市場の情勢や外国中央銀行の動きに追随したものであるが、引締め意図を明確にするためのシグナルを発したのもでもある。しかし、このような政策をとる一方で、なぜ2週間前に銀行と定期金利について時代遅れの協定を交わし、また今年中の住宅金利引き上げが望ましくないことを示唆したのか。インフレを真剣に阻止しようと思えば、金利引き上げは不可欠である。今回の政策変更が、必要な修正にとどまらずに、金利政策上の実験を終わらせることに繋がることを期待する(NZZ1980.3.1-p11)。

Blancpain記者の一連の記事・論説に見られるように、NZZ紙は一貫して為替相場安定を理由とした金融緩和に対し批判的であり、またSNBが引き締めに転じたあとにはこれを歓迎し、さらにそのスタンスの明確化を求めている。同記者の経済観は、現時点で評価すると、マネタリスト色が強すぎる嫌いはあるものの、物価安定を求める姿勢という点みると、ある意味ではSNBの幹部よりも「タカ派」であったともいえる。もちろん、後者は新聞記者であるBlancpainとは異なり、政治的な圧力により金融制度の根幹までもが歪められることに配慮せざるを得なかった、という現実はあるが。

同記者以外の記者によるNZZの記事も、多少のニュアンスの違いはあるとはいえ、おおむね同じようなトーンで貫かれている²⁵⁾。香西・伊藤・有岡[2000]は、わが国のバブル期の論調について、「一般新聞は世論形成と呼べるような論調を示していない」、「経済雑誌はさすがにより高い頻度で問題として取り上げ、しかも分析・主張を持った論考を掲載しているが、両論併記の中においてで、主流は圧倒的に強気論であった。すなわち、ブームを何らかの意味で警戒する論調は打ち出されてはいない」、との結論を示しているが、これとは対照的に、少なくとも1978年から1981年にかけてのNZZ紙は、きわめて明確に安定指向の政策を求める、警戒的なスタンスを示し続けてきたといえよう。

当時の政策担当者とのインタビューによると、彼らはこのBlancpain記者らとかなり頻繁に会食などを交えた意見交換を行ってきたようである。こうしたメディアからの物価安定への叱咤激励と率直な交流は、政治勢力、あるいは国民一般の強い反発があるなかで、行き過ぎた金融緩和是正に向けて政策を立案・実行するうえで、かなりの支えになったと考えられる。

5. スイスのケース・スタディからの暫定的な教訓

1970年第後半のスイスのように、自国通貨があまりにもファンダメンタルズから大きく乖離する上昇圧力を受けた場合、当面の政策目標としては物価安定よりも為替相場に切り替えることは、

²⁵⁾ 当時のSNB幹部によると、仏語の有力誌であるL'Agefiも総じてNZZに近い論調であった。

政府からかなりの程度独立しているとはいえ、民主主義社会の構成員である中央銀行にとって、必ずしも誤った行動とは言えない。また、物価を中長期的なスパンでとらえれば、その方が安定につながる可能性も否定できない。

ただ、1978年のスイスの経験は、（また本稿では直接は論じなかった日本の経験も）、一時的な緊急対策としての思い切った金融緩和であっても、自国通貨高に歯止めがかかった段階においてこれを早期に是正することが、中央銀行にとって、政治経済学的にいかに難しい判断であるか、そしてその際の政治的・社会的な抵抗を緩和するためには、政策意図についての経済界・政治・マスコミ・一般大衆とのコミュニケーションがいかに重要であるか、またそうした中央銀行にとっての外部環境のなかにおける中央銀行の理解者の存在がいかに重要であることを示しているように思われる。

スイスの経験はまた、より地味な論点であるが、政策手段の整備の重要性についても示唆しているように思われる。当時のSNBが市場調節の手段として、主として外為市場での売買に頼らざるを得なかったことは、過剰流動性の早期の吸収をためらわせる要因とならなかったか。短期金融市場と同市場でのオペレーションが整備されていたら、どうであったであろうか。為替相場介入をどの程度金融政策と切り離せるか、切り離してどの程度の効果を持ちうるかは、それ自体、大きなテーマであるので、ここでは詳しく論じる余裕はない。しかし、ブレトンウッズ体制のもとでの政策で育ってきた1978－1979年当時のSNB当局にとって、たとえ過剰と思われる流動性の吸収のためにであっても、外貨売り・フラン買いの操作を行うことには、相当の躊躇を覚えたであろうことは想像でき、また当時の総裁講演などからも読み取れる。仮に当時のSNBのもう少し幅広い金融調節手法が用意されていたのであれば、より早期かつ大幅の流動性吸収に踏み切っていたかもしれない、という思考実験は許されるのではないか。金融政策の適切な運営には、正しい判断とともに、それを実行に移すためのシステムの整備が重要である。前者には広く注目が及ぶが、これに比べて地味な後者の問題に関心を持つのは、範囲の限られた専門家にすぎない。1970年代後半のスイス金融政策の経験は、この点を改めて浮き彫りにしているように思われる。

(付) 1979年通貨量政策に関するSNB調査局提案の概要

1978年11月29日に、SNB調査局は、理事会に対し、1979年の通貨政策に関し、次の5章からなる提案を行っている（SNBアーカイブより提供を受けた内部資料より）。

1. はじめに
2. 最近年の通貨量提案についての批判的回顧
3. 金融政策に関する基本的な考察
4. 1979年の金融政策に関する提案
5. 実体経済に対する影響

本文でも述べたとおり、結果的にはこの提案は採用されず、1979年の通貨量目標設定は見送られたが、当時の状況におけるSNBの政策企画部門の考え方を見るうえで、興味深いものである。に4章に示された提案の概要を紹介すると、以下のとおりである。

- ①（国際金融情勢を背景としたポートフォリオ・シフトによる〈筆者注〉）M1に需要の追加的な増加の程度については、実証的な調査によっても明確な結果は得られていないものの、5-7%程度とみられる。
- ②これをイメージ的に示すと、付図1のとおりである。破線が、過去の通貨量目標伸び率をつなげたものであり、これに基づく1978年末時点のM1の量は、Aで示される。これに上記の追加的な通貨需要を上乗せしたBが、中期的に見てインフレ中立的なM1の量を示す。現時点の実際のM1は、これを上回るCで示される。1979年の増加量目標は、5%とすべきである（D）。
- ③1978年平均のM1伸び率のうち、12%は（〈平常的な増加率5%+需要シフト7%〉）需要増加による。従って、残りの5%は為替相場の不安定に対処するためのものであったといえる。この分は、為替相場が安定した場合には、取り除くべきである。
- ③しかし、通貨需要の正確なシフト幅は不明確であるため、通貨量政策は為替相場が購買力平価化からみてある程度、現実的な範囲（内側のバンド）で推移する場合に採用すべきである（付図2）。具体的には、対DMで0.89から0.96の範囲が現実的であろう。
- ④最近の状況からみて、為替相場が引き続き不安定な動きを示すことはありうると考えざるを得ない。為替相場が、付図2の外側のバンド（対DMで1.00以上、ないしは0.85以下）のさらに外側に出てしまうことは、あらゆる手段で防ぐべきである。
- ⑤通貨量目標は公表すべきである。ただし、新しい目標の発射台は当初の1978年目標よりも高い水準を基にしていること、為替相場が不安定な動きを示す場合には、現実的な相場水準維持のために、目標から大きく乖離することもありうることも明示すべきである。
- ⑥前述の為替相場バンドについては、不必要な投機の防止のため、非公表とすべきである。

参考文献

- Baltensperger, Ernst [2007a] “The National Bank’s monetary policy: evolution of policy framework and policy performance”, in *The Swiss National Bank 1907-2007*, Schweizerische Nationalbank, Neue Zürcher Zeitung Publishing
- Baltensperger [2007b] “Präsentation der Festschrift *Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007*”, Bemerkungen von Ernst Baltensperger, Schweizerische Nationalbank
- Baltensperger, Ernst und Peter Böhm [1984] “Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle-Möglichkeiten, Kosten, flankierende Massnahmen”, Verlag Rüegger
- Bernanke, Ben S, Thomas Laubach, Frederic. S. Mishkin and Adam. S. Posen [1999], “Inflation Targeting: Lessons from the international experience”, Princeton University Press
- Bernholz, Peter [2007] “From 1945 to 1982: the transition from inward exchange controls to money supply management under floating exchange rates”, in *The Swiss National Bank 1907-2007*, Schweizerische Nationalbank [2007], Neue Zürcher Zeitung Publishing
- Bonoli, Giuliano and Mach, André [2000] “Switzerland: Adjustment Policies within Institutional Constraints”, in Fritz W Scharpf and Vivien Schmidt (eds.) *Welfare and Work in the Open Economy Vol. II Diverse Responses to Common Challenges*. Oxford University Press
- Cargill, Thomas F, Michael M. Hutchinson and Takatoshi Ito [1997] “The Political Economy of Japanese Monetary Policy”, The MIT Press
- Dueker, M and A. M. Fischer [1996] “Inflation Targeting in a small open economy: Empirical Results for Switzerland”, *Journal of Monetary Economics* 37
- Galli, Alexander [1994] “Schweizerische Geldpolitik Ende der 70er Jahre”, in *Schweizer Geldpolitik in Dilemma-Geldmenge oder Wechselkurs?*, Fluri von Albertini, (ed.) Verlag Rüegger
- Genberg, Hans and Kohli, Mach [1997] “Recent Developments in Swiss Monetary Policy”, in Philippe Bacchetta and Walter Wassefallen (eds.) *Economic Policy in Switzerland*. MacMillan Press.
- Jeitzner, Bruno [1999] “Political Economy of the Swiss National Bank”, Physica-Verlag
- Lusser, Markus [1996] “Geldpolitik: Notenbank, Staat und Wirtschaft”, Verlag Neue Zürcher Zeitung
- McCallum, B. T. [1987] “The case for rules in the conduct of monetary policy: A concrete example”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, Sept/Oct
- Nelson [2006] “Ireland and Switzerland: The Jagged Edges of the Great Inflation,” Working Paper 2006-016A, Research Division, Federal Reserve Bank of St. Louis
- Rich, Georg [1997] “Monetary targets as a policy rule: Lessons from the Swiss experience”, *Journal of Monetary Economics* 39, Elsevier
- Rich, Georg [2003] “Swiss Monetary Targeting 1974-1996: The Role of Internal Policy Analysis”, European Central Bank Working Paper Series No.236, June 2003
- Rich, Georg and Jean-Pierre Béguerlin [1985] “Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s”, *Center*

- Symposia Series* No. CS-17, Center for Research in Government Policy and Business, University of Rochester.
- Schiltknecht [1982] “Switzerland: The Pursuit of Monetary Objectives”, in Paul Meek(ed.) *Central Bank Views on Monetary Targeting*, Federal Reserve Bank of New York
- Schiltknecht [1989] “Geldmengenpolitik und Wechselkurs—der Schweizerische Weg”, in Norbert Bub et. al. (ed.) *Geldwertsicherung und Wirtschaftstabilität* Fritz Knapp Verlag
- Schweizerischen Nationalbank [1979] “Referat von Dr. F.Leutwiler, Präsident des Direktoriums an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 26. April 1979”
- Schweizerische Nationalbank [1982] “Referat von Dr. F.Leutwiler, Präsident des Direktoriums an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 25. April 1980”
- Schweizerische Nationalbank [1982] “Referat von Dr. F.Leutwiler, Präsident des Direktoriums an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 24. April 1981”
- Schweizerische Nationalbank [1981] “75 Jahre Schweizerische Nationalbank:Die Zeit von 1957 bis 1982”, Schweizerische Nationalbank, Zürich
- Schweizerische Nationalbank [2007] “The Swiss National Bank 1907-2007”, Neue Zürcher Zeitung Publishing
- Taylor, John B. [1993] “Discretion versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, December 1993
- Taylor, John B. [2001] “Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Price Stability” *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan (日本語訳「低インフレ、デフレ、そして将来の物価安定に向けた金融政策」,『金雄研究』2000年12月 日本銀行金融研究所)
- 岡崎哲二 [2002] 「戦後日本の金融政策とマクロ経済—日銀の判断と政府の圧力」 pp104-105,『経済史の教訓』,ダイヤモンド社, 2002年
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典 [2000] 「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」,『金雄研究』2000年12月 日本銀行金融研究所
- 香西泰・伊藤修・有岡律子 [2000] 「バブル期の金融政策とその反省」,『金雄研究』2000年12月 日本銀行金融研究所
- 佐藤章 [1998] 「ドキュメント金融破綻」 岩波書店
- 白塚重徳・田口博雄・森成城 [2000] 「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応——中間報告」,『金融研究』第19巻第4号, 日本銀行金融研究所
- 澄田智 [1992] 「忘れがたき日々」, 金融財政事情研究会
- 古城佳子 [1996] 「経済的相互依存と国家—国際収支不均衡是正の政治経済学」, 木鐸社

新聞記事

Neue Zürcher Zeitung各号。本文では、NZZ [1978.10.21—p13] など、発行年月日およびページを表記した。